



# 小米集团（01810.hk） 研究报告

——韩江浩  
2021年3月



# 要点总结

# 要点总结

- ▶ **全球领先的智能硬件公司。**小米以智能手机、智能硬件+IoT平台为核心，并提供相应互联网服务，公司创始人是雷军，公司愿景是“让每个人都能享受科技的乐趣”。公司的发展可以划分为“异军突起（2011—2014）—陷入瓶颈（2015—2016）—绝地反击（2017至今）”三个阶段
- ▶ **通过线上线下直销，为消费者提供日常生活智能硬件与互联网服务，智能硬件销售是主要收入。**通过线上线下直销及打造用户社区，以智能手机为核心，为消费者提供日常生活智能硬件和互联网服务。公司收入以销售智能硬件和互联网服务为主，其中硬件产品销售占比较高，约90%；成本以已售存货成本为主，占比约90%
- ▶ **智能手机渗透率不高，未来增长空间广阔，小米智能手机在全球、中国大陆雄踞Top5，印度市场独占鳌头。**智能手机领域，2020年全球出货量12.92亿台，过去五年CAGR为-2.11%，略微下降；2020年中国大陆出货量3.26亿台，过去五年CAGR为-5.40%，逐年降低；反观印度市场，2020年出货量1.50亿台，过去五年CAGR为7.83%，增速平稳。智能手机2017年全球渗透率48.7%、中国大陆渗透率64.5%，2018年印度渗透率24.0%。行业当前渗透率不高，未来发展空间大。根据国际数据公司（IDC）预测，2020年—2024年全球智能手机行业的CAGR为3.32%，2024年全球智能手机出货量有望达到14.7亿台。2018—2020年，小米智能手机稳居全球、中国大陆Top5，在印度智能手机市场，2018小米以市占率28.3%夺得行业第一，2019年、2020年均稳居第一。截止2020年，小米在印度市占率为27%
- ▶ **消费级IoT行业蓬勃发展，小米以微弱优势领跑全球。**全球消费级IoT硬件行业2017年实现销售额4859亿美元，两年内CAGR为26.0%，高速增长；中国大陆消费级IoT硬件行业2017年实现销售额1188亿美元，两年内CAGR为28.9%，增速迅猛。根据艾瑞咨询预测，2017年—2022年全球消费级IoT行业的CAGR为26.1%，2022年销售额有望达到15502亿美元；2017年—2022年中国大陆消费级IoT行业的CAGR为21.3%，2022年销售额有望达到3118亿美元。根据艾瑞咨询，截至2018年3月31日，按已连接设备（不包括智能手机和笔记本电脑）的数量计算，小米为全球领先的IoT平台，市场占有率1.9%，为行业第一，略微领先亚马逊、苹果、谷歌、三星等科技巨头
- ▶ **业务增速放缓，互联网业务贡献主要毛利，硬件销售业务净利率低，据苹果尚有差距。**公司2018年实现营业收入1749.2亿元，同比增长52.6%，实现毛利221.9亿元，同比增长46.4%，实现净利85.5亿元，同比增长59.6%；2019年实现营业收入2058.4亿元，同比增长17.7%，实现毛利285.5亿元，同比增长28.7%，实现净利115.3亿元，同比增长34.8%；2020年1—9月实现营业收入1754.0亿元，同比增长17.4%，实现毛利254.3亿元，同比增长22.8%，实现净利98.0亿元，同比小幅增长6.7%。其中硬件业务高速增长，互联网业务增长较慢。与苹果公司相比，小米资金周转更快，但盈利能力、举债能力较弱



# 1.小米商业模式分析

# 小米——专注智能生态链的全球化硬件公司

- 小米是一家以手机、智能硬件和IoT平台为核心的硬件公司，通过电商及新零售，为消费者提供高性价比的智能硬件和互联网服务。在此基础上，通过IoT平台实现智能产品协同联动，打造闭环智能生态链，为消费者提供多种而全面的生活服务
- 公司愿景：“让每个人都能享受科技的乐趣”
- 2019年，全球收入2058亿人民币，业务遍及全球80多个国家，国际收入年增幅30.4%。除手机、电脑外，IoT平台连接2.348亿台智能设备。2019年12月MIUI系统月活跃用户3.096亿
- 2020年，全球第四大智能手机制造商（前三名：三星、苹果、华为），在30余个国家和地区的手机市场进入了前五



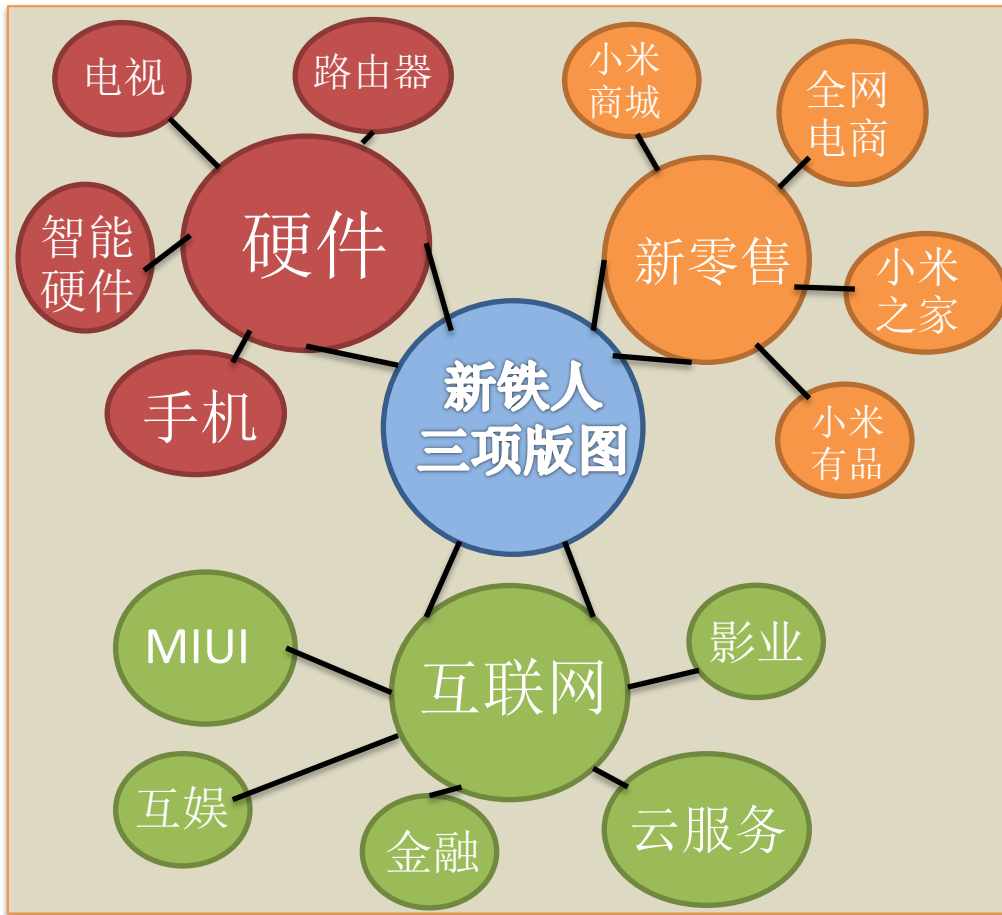
创始人，CEO

- 雷军在智能硬件行业拥有超过30年的管理及创业经验
- 1992年参与创办金山软件，2000年创立电子商务平台卓越网(后被亚马逊收购，成为亚马逊中国)，2010年联合创办金山网络(后更名为猎豹移动)，2012年创立顺为资本(专注互联网、高科技)。2010年创立小米
- 雷军于1989年获武汉大学计算机学士学位(2年内完成本科学位)

## 发展历程



# 为消费者提供 日常生活智能硬件 与 互联网服务



## 左图展示小米主要业务种类

### “铁人三项”版图

- (1) 新零售：线上线下直销，建立用户社区与消费者深度互动，感受用户需求，走进用户生活
- (2) 硬件：以智能手机为核心，扩展至电脑、家电等各类生活硬件，解决消费者日常生活需求
- (3) 互联网服务：MIUI操作系统（小米基于安卓系统研发，可驱动小米的智能硬件，提供数字化支持）、小米金融（第三方支付、理财）等



## 左下图展示小米智能生态链

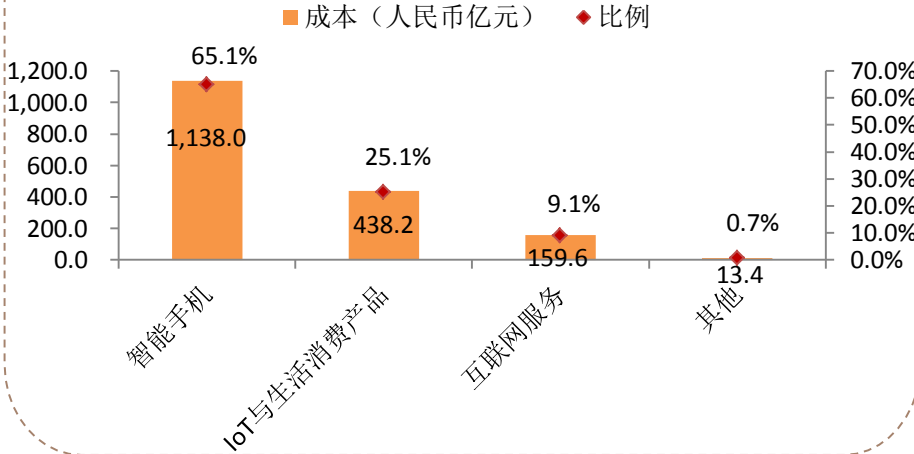
- 全球最大消费级IoT平台，使各种智能硬件连接、联动成为可能，打造闭环智能生态

# 产品销售是主要收入，已售存货成本是主要成本

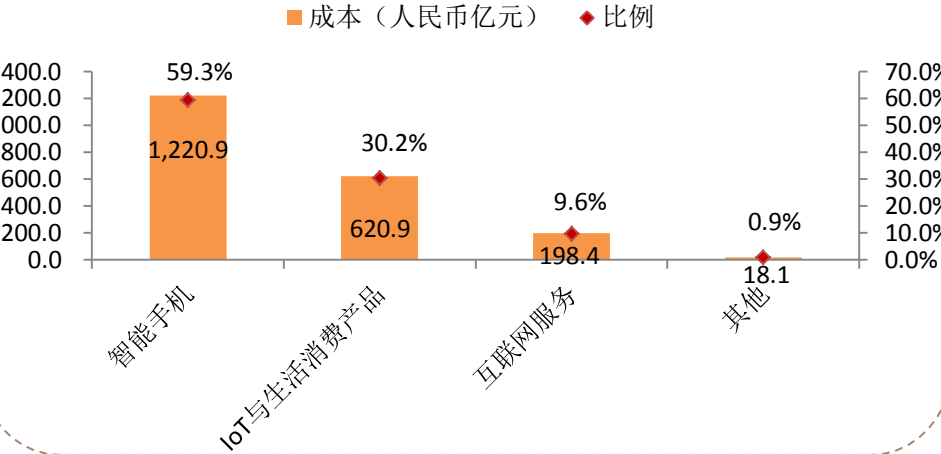
下图展示公司收入来源与成本结构

- 公司拥有4个经营分部（智能手机，IoT与生活消费产品，互联网服务，其他），收入来源有3类：产品销售，互联网服务，其他
  - （1）产品销售：销售智能手机和IoT产品产生的收入
  - （2）互联网服务：广告收入，互联网增值服务（游戏、金融科技）收入
  - （3）其他：保修期外服务收入，物料销售收入
- 公司成本结构：已售存货成本，许可费，保修开支，向游戏开发商及视频供应商支付的内容费，云服务、带宽及服务器托管费，存货减值拨备，其他
- 收入结构中产品销售占比最高，合计约90%；成本结构中已售存货成本占比最高，约90%

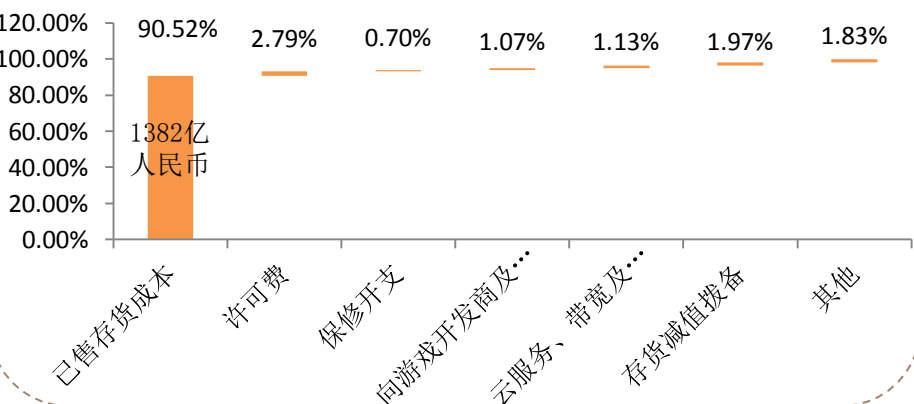
2018收入结构



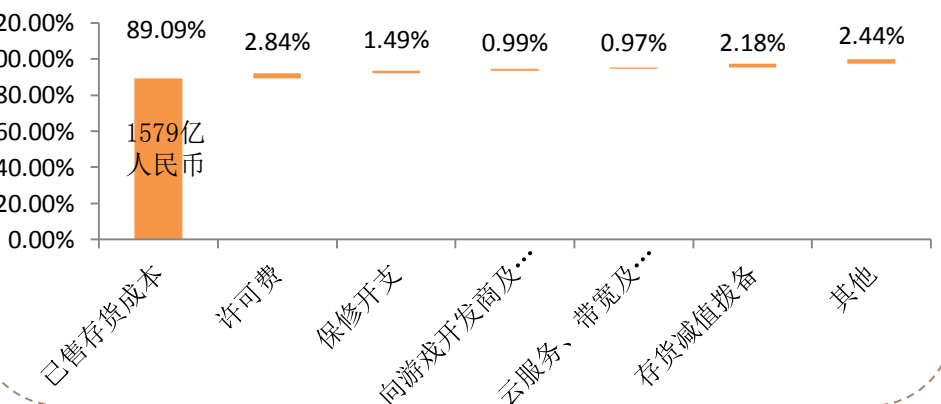
2019收入结构



2018年成本结构



2019年成本结构



资料来源：招股说明书、2019年年报



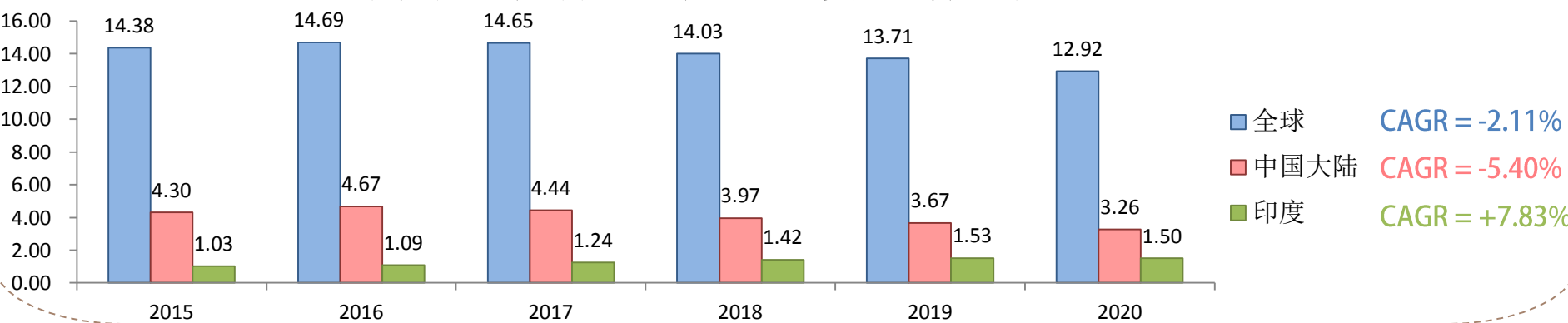
## 2.智能手机行业分析



# 智能手机行业全球略显颓势，印度渗透率低，增长空间广阔

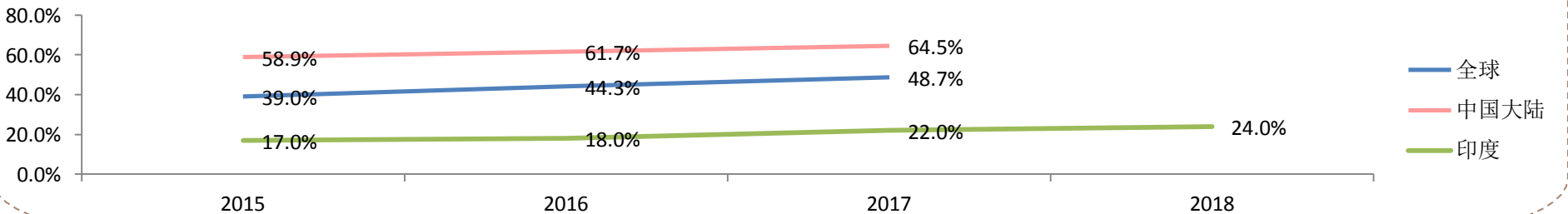
●智能手机在全球范围、中国大陆出货量逐年减少，在印度市场出货量稳步提升。2015年全球出货量14.38亿台，2020年全球出货量12.92亿台，过去五年CAGR为-2.11%，略微下降；2015年中国大陆出货量4.30亿台，2020年中国大陆出货量3.26亿台，过去五年CAGR为-5.40%，逐年降低；反观印度市场，2015年出货量1.03亿台，2020年出货量1.50亿台，过去五年CAGR为7.83%，增速平稳

智能手机行业市场容量（按地区出货量计算，单位：亿台）



●智能手机渗透率不高，未来增长空间广阔。智能手机2015年全球渗透率为39.0%，2017年全球渗透率48.7%；2015年中国大陆渗透率58.9%，2017年中国大陆渗透率64.5%；2015年印度渗透率17.0%，2018年印度渗透率24.0%。行业当前渗透率不高，尤其在印度市场渗透率低，未来发展空间较大

智能手机渗透率（智能手机拥有量/总人口）

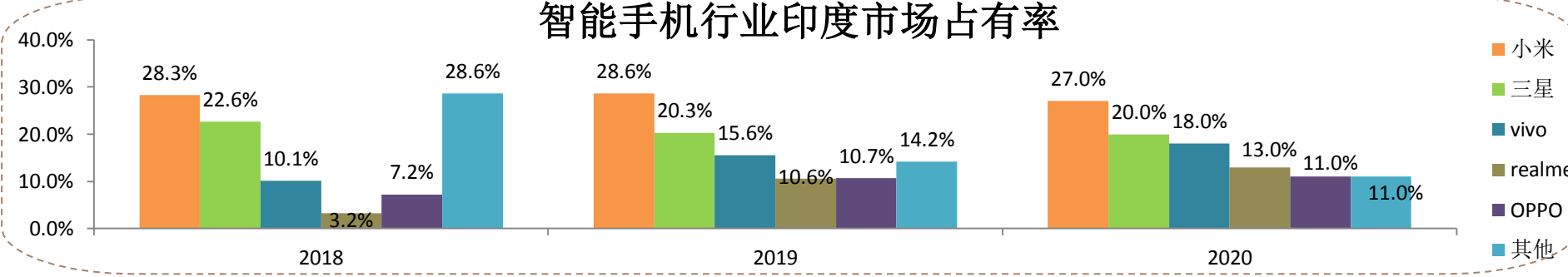
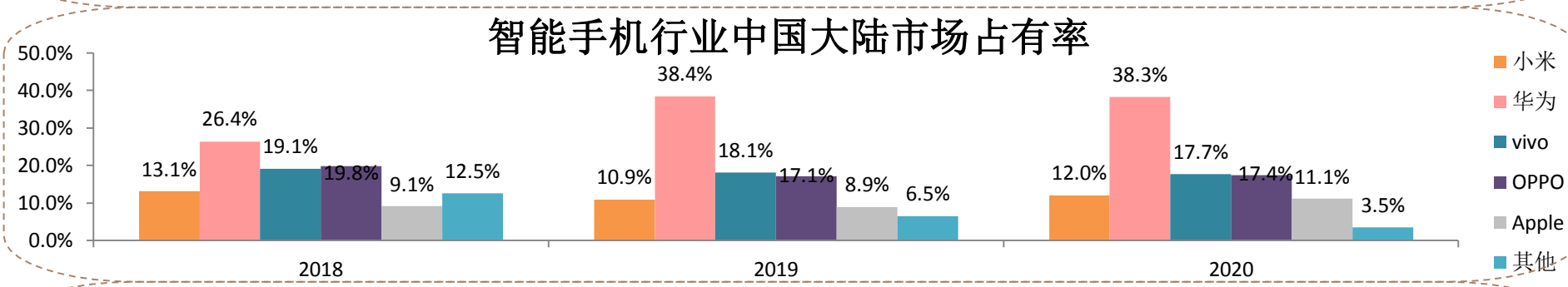
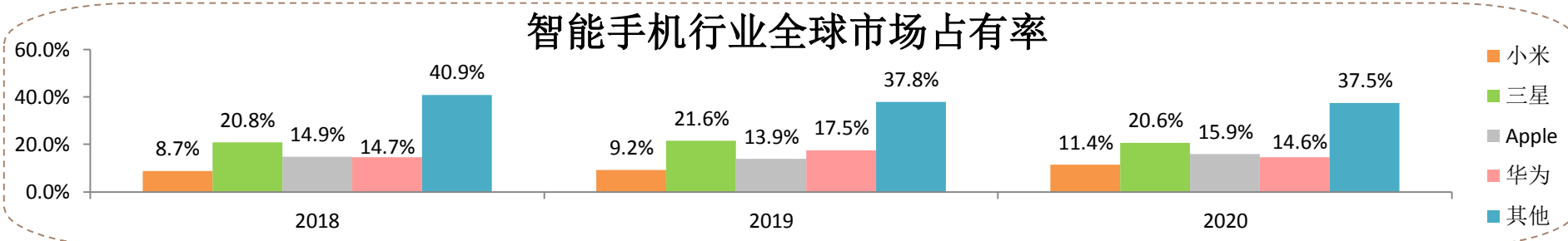


●2024年全球智能手机出货量有望达到14.7亿台。根据国际数据公司（IDC）预测，疫情后得益于渠道推广加强和设备成本降低，2020年—2024年全球智能手机行业的CAGR为3.32%，2024年全球智能手机出货量有望达到14.7亿台

数据来源：国际数据公司（IDC）、皮尤研究中心、小米招股说明书

# 小米智能手机在全球、中国大陆雄踞Top5，印度市场独占鳌头

- 全球、中国市场跃居龙头，印度市场稳居第一。根据IDC数据，在全球智能手机市场，以及中国大陆智能手机市场，小米手机按出货量计的市场份额，在过去3年均位于行业前五。截止2020年，在全球市占率为11.4%，在中国大陆市占率为12.0%；而在印度智能手机市场，2018小米以市占率28.3%夺得行业第一，2019年,2020年稳居第一，并以超过7%的优势领先第二名三星。截止2020年，小米在印度市占率为27%
- 智能手机领域头部效应明显，市场高度集中。智能手机领域近年来市场集中度持续处于上升状态。全球市场，前4名市占率合计超60%；中国大陆市场，前5名市占率合计超90%；印度市场，前5名市占率合计超80%。行业头部效应明显，小米跻身行业龙头



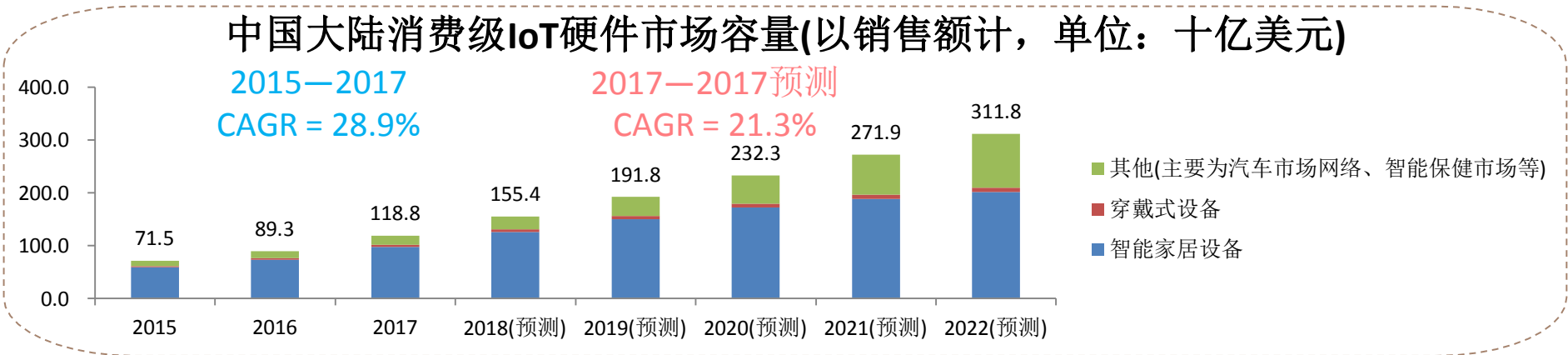
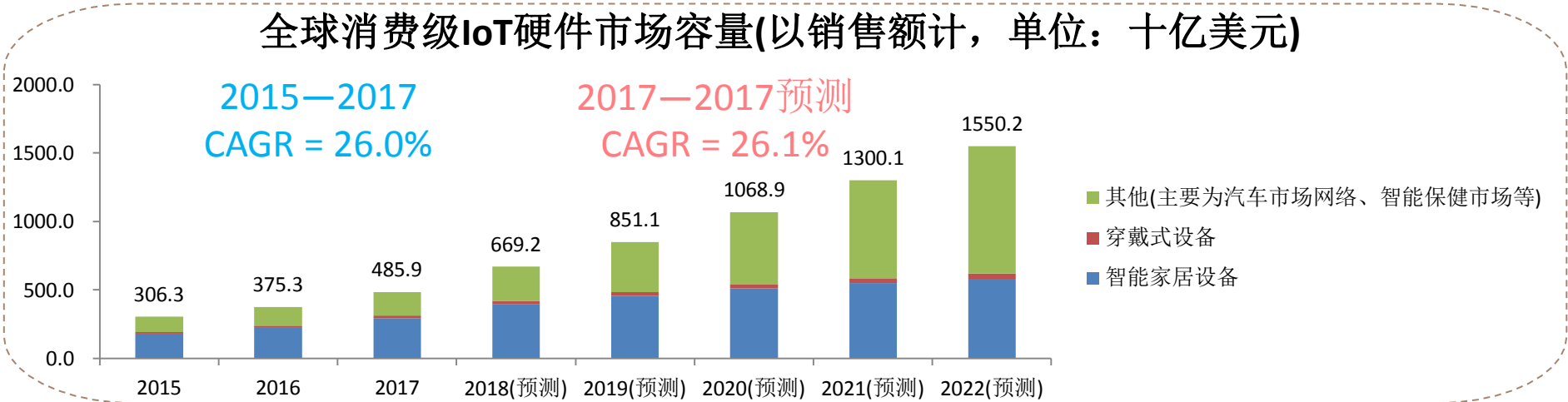
数据来源：国际数据公司（IDC）



# 3.物联网（IoT） 行业分析

# 消费级IoT行业全球、中国大陆市场蓬勃发展，未来可期

- 消费级IoT硬件销售金额迅猛增长。全球消费级IoT硬件行业2015年实现销售额3063亿美元，截止2017年行业实现销售额4859亿美元。两年内CAGR为26.0%，高速增长；中国大陆消费级IoT硬件行业2015年实现销售额715亿美元，截止2017年行业实现销售额1188亿美元。两年内CAGR为28.9%，增速迅猛
- 2022年消费级IoT硬件销售额全球市场有望超15502亿美元，中国大陆市场有望超3118亿美元。根据艾瑞咨询预测，2017年—2022年全球消费级IoT行业的CAGR为26.1%，2022年销售额有望达到15502亿美元；2017年—2022年中国大陆消费级IoT行业的CAGR为21.3%，2022年销售额有望达到3118亿美元

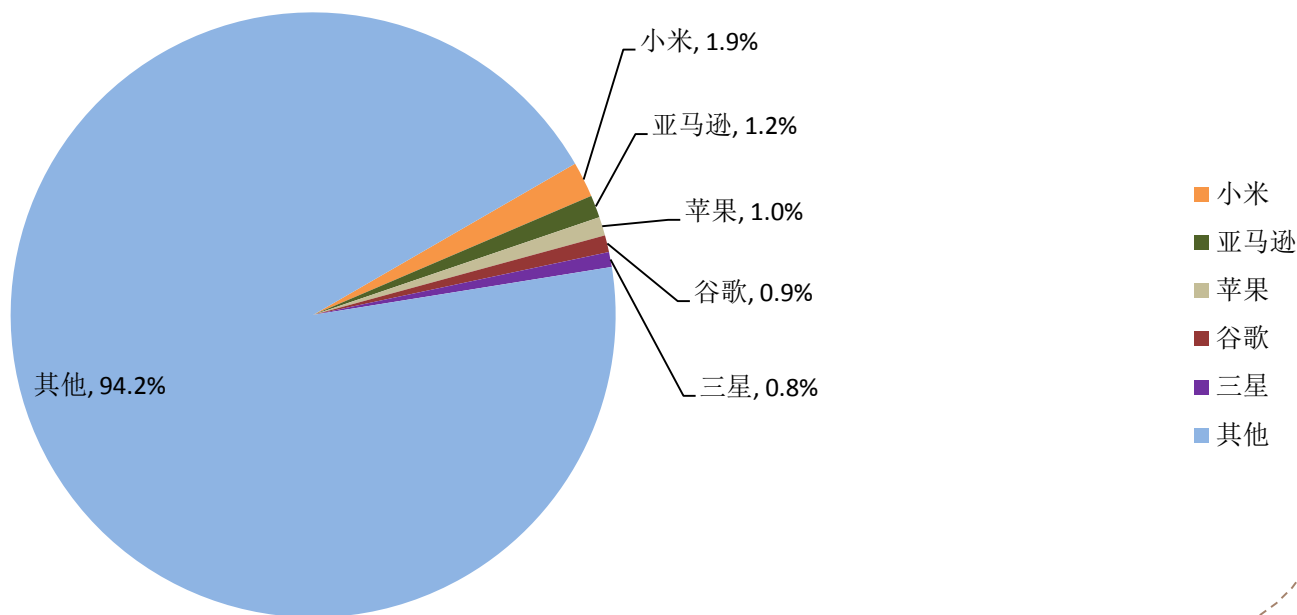


数据来源：艾瑞咨询、小米招股说明书

# 小米领跑全球消费级IoT硬件市场，各大科技巨头蓄势待发

- 消费级IoT硬件**2018年初全球市场占有率位列第一**，被竞争对手紧咬。根据艾瑞咨询，截至2018年3月31日，按已连接设备（不包括智能手机和笔记本电脑）的数量计算，小米为全球领先的IoT平台，市场占有率**1.9%**，为行业第一，略微领先亚马逊、苹果、谷歌、三星等科技巨头，优势不明显
- 消费级IoT领域高度分散，行业前五市占率合计不足**6%**，竞争激烈。得益于感应器与设备处理器技术的改良，IoT设备数量迅速增加。该行业尚属于新兴行业，近年来快速发展，目前市场为高度分散型，行业第一小米将面临较大竞争压力

**2018年第一季度全球消费级IoT市场占有率情况**  
(按已连接设备数量计，不包括智能手机和笔记本电脑)

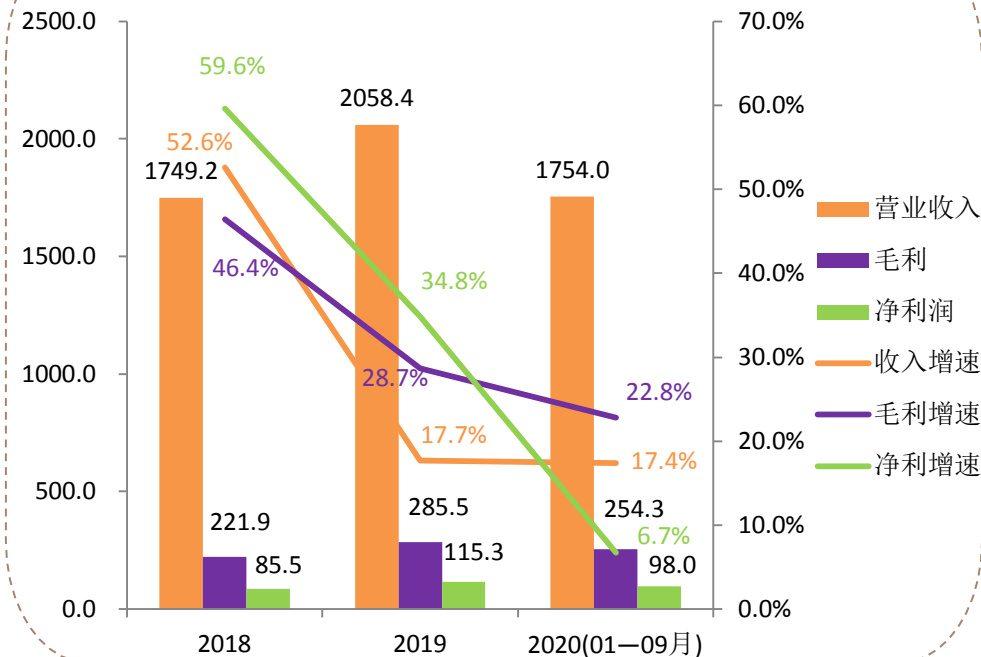




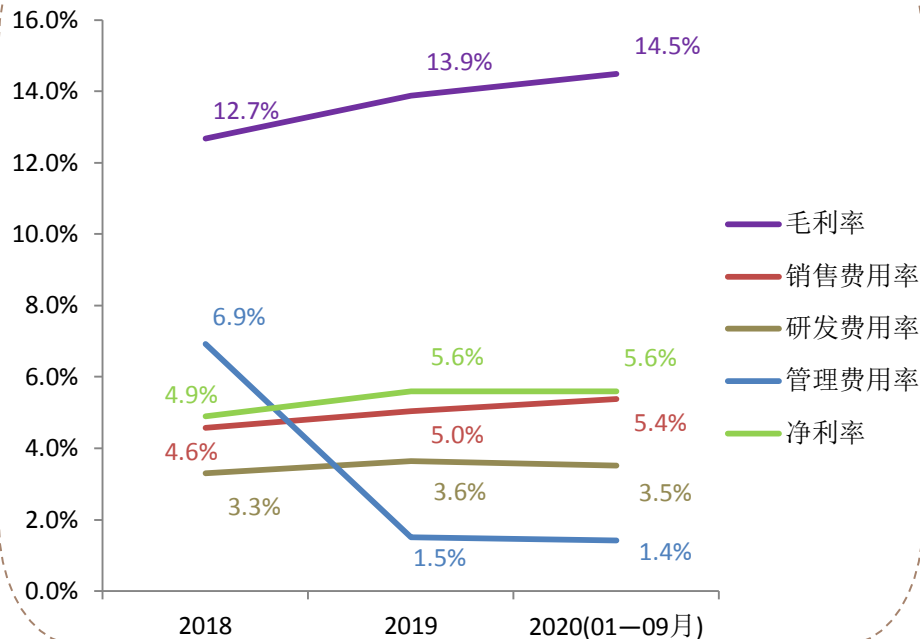
## 4.经营分析

# 业务增速放缓，毛利率、净利率稳步提升

## 业绩结果(单位：亿元人民币)



## 业绩质量



- **收入与毛利增速放缓。**公司2018年实现营业收入1749.2亿元，同比增长52.6%，实现毛利221.9亿元，同比增长46.4%；2019年实现营业收入2058.4亿元，同比增长17.7%，实现毛利285.5亿元，同比增长28.7%；2020年1—9月实现营业收入1754.0亿元，同比增长17.4%，实现毛利254.3亿元，同比增长22.8%
- **净利润小幅提升，增速下滑较快。**按照非国际财务报告准则计量，经调整净利润方面，公司2018年净利润85.5亿元，同比增长59.6%；2019年净利润115.3亿元，同比增长34.8%；2020年1—9月实现净利润98.0亿元，同比小幅增长6.7%

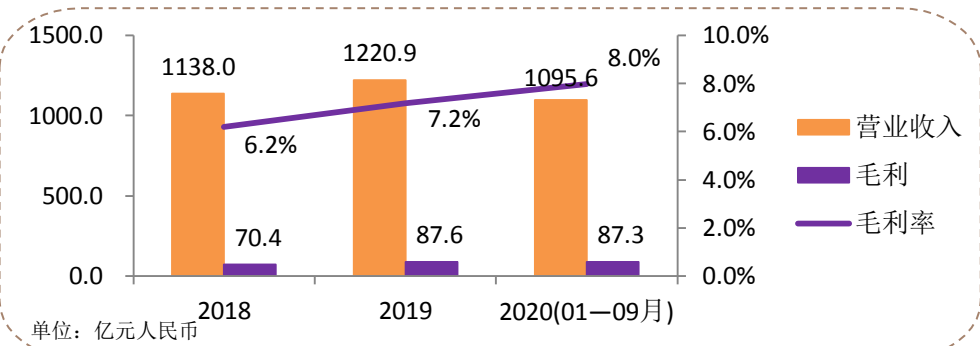
- **2020年毛利率、净利率预计略有上升。**公司2018年毛利率12.7%，2019年毛利率13.9%，2020年1—9月毛利率14.5%，预计2020全年毛利率不低于14%；公司2018年净利率4.9%，2019年净利率5.6%，2020年1—9月净利率5.6%，预计全年净利率不低于5%
- **费用率较低，基本维持稳定。**2018年、2019年、2020年1—9月，公司销售费用率分别为4.6%、5.0%、5.4%；研发费用率分别为3.3%、3.6%、3.5%；管理费用率分别为6.9%、1.5%、1.4%。其中2018年管理费用率较高是由于股份支付及员工基金的开支影响，对业绩无实质影响。公司2019年财务收入大于财务费用，财务收入净额约4亿元



# 互联网业务贡献主要毛利，硬件销售业务毛利率低

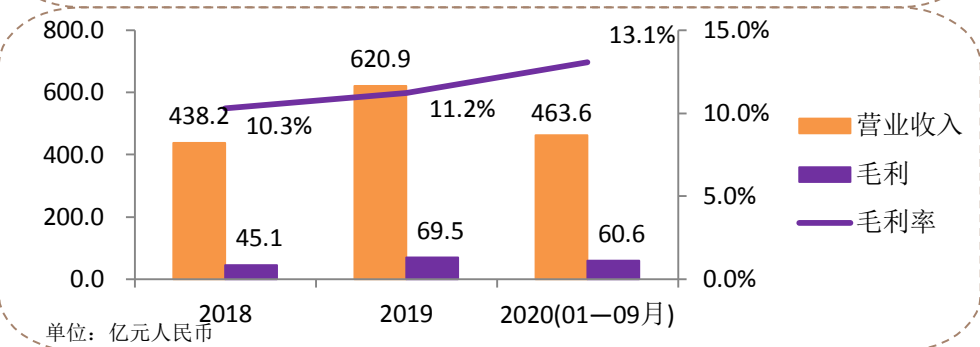
## 智能手机业务

- 收入与毛利快速增长。收入方面，智能手机业务2018年实现1138.0亿元，2019年实现1220.9亿元，同比增长7.3%，2020年1—9月实现1095.6亿元，同比增长20.0%；毛利方面，智能手机业务2018年实现70.4亿元，2019年实现87.6亿元，同比增长24.4%，2020年1—9月实现87.3亿元，同比增长37.1%
- 毛利率小幅上升。公司智能手机业务2018年毛利率为6.2%，2019年毛利率为7.2%，2020年1—9月毛利率为8.0%，呈现持续上升趋势



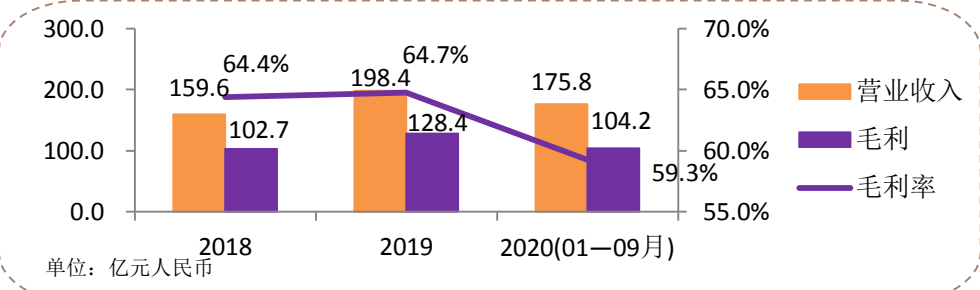
## IoT业务

- 收入与毛利高速增长。收入方面，IoT业务2018年实现438.2亿元，2019年实现620.9亿元，同比增长41.7%，2020年1—9月实现463.6亿元，同比增长8.8%；毛利方面，IoT业务2018年实现45.1亿元，2019年实现69.5亿元，同比增长54.1%，2020年1—9月实现60.6亿元，同比增长18.4%
- 毛利率稳步上升。公司IoT业务2018年毛利率为10.3%，2019年毛利率为11.2%，2020年1—9月毛利率为13.1%，持续上升



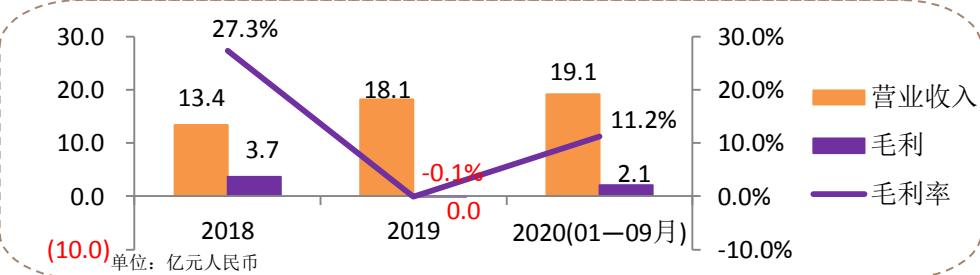
## 互联网业务

- 收入与毛利稳定增长。收入方面，互联网业务2018年实现159.6亿元，2019年实现198.4亿元，同比增长24.3%，2020年1—9月实现175.8亿元，同比增长24.3%；毛利方面，互联网业务2018年实现102.7亿元，2019年实现128.4亿元，同比增长25.0%，2020年1—9月实现104.2亿元，同比增长13.1%
- 毛利率高达60%且较稳定。公司互联网业务2018年毛利率为64.4%，2019年毛利率为64.7%，2020年1—9月毛利率为59.3%



## 其他业务

- 收入缓慢提升，毛利少且不稳定。收入方面，其他业务2018年实现13.4亿元，2019年实现18.1亿元，2020年1—9月实现19.1亿元；毛利方面，其他业务2018年实现3.7亿元，2019年亏损0.02亿元，2020年1—9月实现2.1亿元。2019年因保外服务成本、物料销售成本增加导致小幅亏损
- 毛利率不稳定。公司其他业务2018年毛利率为27.3%，2019年毛利率为-0.1%，2020年1—9月毛利率为11.2%



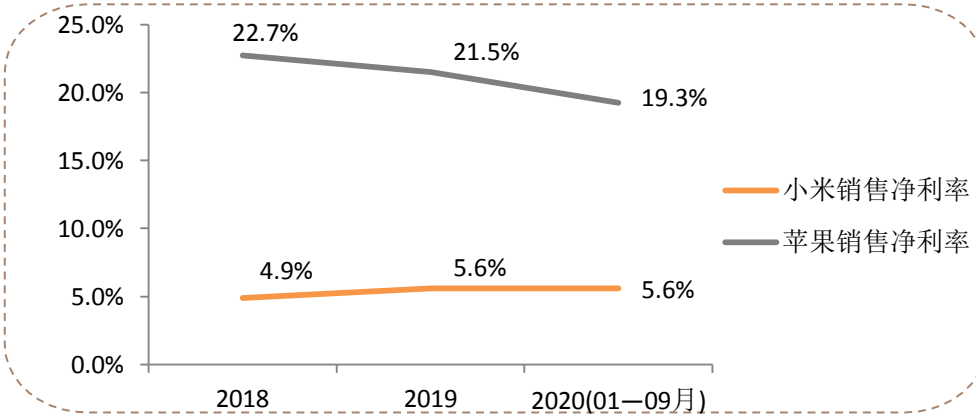
数据来源：小米2018年报、小米2019年报、小米2020年三季度报



# 相比苹果，小米资金周转更快，但盈利能力、举债能力较弱

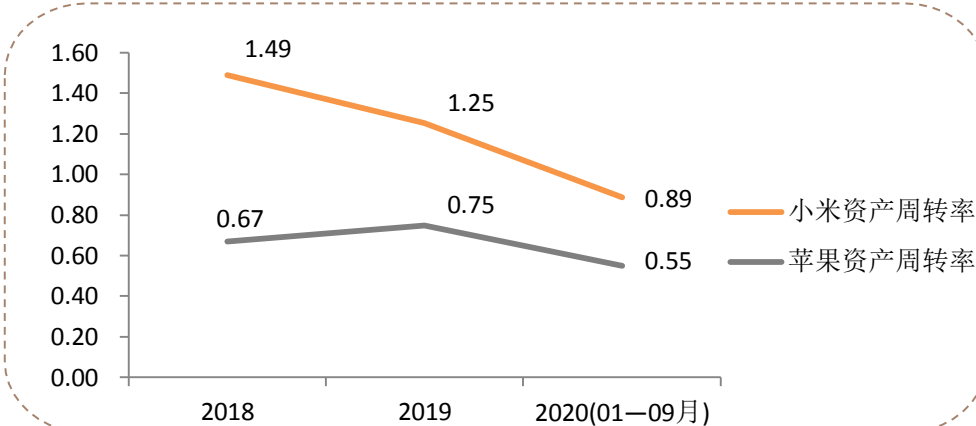
## 销售净利率

与苹果公司相比，小米的销售净利率难以望其项背。公司2018年、2019年和2020年1—9月的销售净利率分别为4.9%、5.6%和5.6%；相较而言，苹果公司2018年、2019年和2020年1—9月的销售净利率分别为22.7%、21.5%和19.3%。与苹果公司相比，小米的销售净利率明显偏低



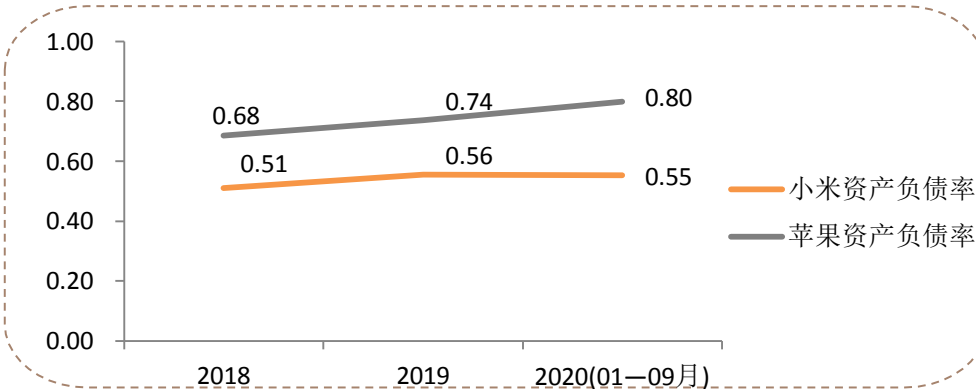
## 资产周转率

与苹果公司相比，小米的资产周转率更高。公司2018年、2019年和2020年1—9月的资产周转率分别为1.49、1.25和0.89；相较而言，苹果公司2018年、2019年和2020年1—9月的资产周转率分别为0.67、0.75和0.55。与苹果公司相比，小米的资产周转率高出不少，或与小米手机销量较好有关



## 资产负债率

与苹果公司相比，小米的资产负债率更低。公司2018年、2019年和2020年1—9月的资产负债率分别为0.51、0.56和0.55；相较而言，苹果公司2018年、2019年和2020年1—9月的资产负债率分别为0.68、0.74和0.80。与苹果公司相比，小米的资产负债率更低，举债能力弱于苹果



数据来源：小米2018，2019年报、小米2020年三季度报、苹果2018，2019，2020年报、苹果2018，2019，2020一季度报